

龙湖地产 (960 HK, HK\$9.62, 目标价: HK\$14.16, 买入) — 聚焦于租金增长

- ❖ **核心盈利增长4%**。2015年上半年营业额上升5.3%至168亿元(人民币·下同)。30.1%上升的交付楼面面积抵销了20.5%下跌的确认平均售价,来自物业发展的营业额增加3.4%至157亿元;此外,租金的增长较我们预期为佳。不过因为地价较高,2015年上半年总体毛利率下跌4.4个百分点至26.5%。最后,2015年上半年纯利下跌4.3%至38.4亿元。扣除投资物业重估收益,基本盈利上升4.3%至22.3亿元。
- ❖ **预期未来租金年复合增长43%**。受惠于新商场落成及租金上升,2015年上半年租金收入上升75%至6.6亿元。2015年6月底,物业出租率达92.4%。目前,约15个投资物业(出租面积为125万平方米)已经营运,另有11个投资物业(出租面积为141万平方米)在兴建中,可在2015年下半年至2018年竣工。2014年上半年已营运的商场租金收入在2015年上半年同比上升34.6%,而新开业的商场租金收入占2015年上半年总租金收入23.0%。我们预期未来3年的租金收入年复合增长为42.6%,至2018年可达25.4亿元。
- ❖ **2015年下半年可售资源为700亿元**。龙湖地产2015年1-7月合同销售金额增加8%至261亿元,已完成全年目标540亿元的48.3%。同期的销售均价增加10.8%至每平方米12,004元,可帮助改善盈利能力。此外,截至2015年6月底,总值约560亿元物业销售已锁定。龙湖在2015年下半年推出66个值700亿元的项目销售,其中9个为新项目,另外17个为现有项目的新期数。如龙湖能完成47%的销售率,将可完成2015年全年销售目标。
- ❖ **在24个城市建立3,350万平方米的土地储备**。龙湖地产在2015年上半年斥资30亿元新购入38万平方米的应占权益新土地储备,所有新购入项目位于一线及二线城市。目前,总土地储备及应占权益的土地储备分别为3,352万平方米和3,113万平方米,分布国内24个城市,土地成本为每平方米2,490元,相当于2015年上半年销售均价的20.6%。
- ❖ **2015年下半年更多物业竣工**。龙湖2015年上半年的平均借贷成本同比下跌50点子至6.0%;2015年6月底的净负债与总权益比率为61%,我们预期至2015年底可降至50.5%。公司在2015年上半年竣工物业达182万平方米,预期2015年下半年的竣工量达399万平方米。我们分别下调2016及2017年的盈利预测8.9%至87.6亿元及12.4%至98.9亿元。我们更将2015年底每股净资产净值预测由23.7港元下调至23.6港元,目标价从14.22港元下调至14.16港元,相等于较净资产净值折让40%。**重申买入评级。**

财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(百万人民币)	41,510	50,991	51,085	65,711	70,764
净利润(百万人民币)	8,037	8,354	8,808	8,764	9,891
每股收益(人民币)	1.478	1.531	1.513	1.504	1.698
每股收益变动(%)	22.9	3.5	(1.1)	(0.6)	12.9
市盈率(x)	5.3	5.1	5.2	5.2	4.6
市帐率(x)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7
股息率(%)	2.9	3.6	3.8	4.7	5.5
权益收益率(%)	21.7	17.5	16.0	14.1	14.2
净财务杠杆率(%)	57.9	57.1	50.5	46.7	46.1

来源:公司及招銀国际研究部

龙湖地产(960 HK)

评级	买入
收市价	HK\$9.62
目标价	HK\$14.16
市值(港币百万)	56,053
过去3个月平均交易(港币百万)	45.5
52周高/低(港币)	15.0/8.46
发行股数(百万)	5,827
主要股东	吴亚军(44.3%)

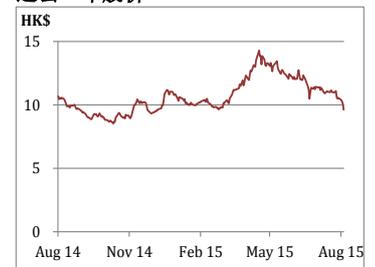
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-11.6%	-0.8%
3月	-22.9%	-5.2%
6月	-1.9%	7.0%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	41,510	50,991	51,085	65,711	70,764
物业发展	40,224	49,289	48,557	62,510	66,572
物业投资	635	876	1,471	1,880	2,540
物业管理	652	826	1,057	1,321	1,651
销售成本	(29,972)	(37,475)	(36,631)	(46,545)	(49,759)
毛利	11,538	13,516	14,454	19,166	21,005
销售费用	(887)	(1,065)	(1,022)	(1,183)	(1,345)
行政费用	(1,084)	(1,298)	(1,277)	(1,511)	(1,698)
其他收益	778	(334)	238	134	136
息税前收益	10,345	10,819	12,393	16,606	18,098
融资成本	(39)	(23)	(69)	(73)	(77)
联营公司	321	276	258	221	436
特殊收入	2,592	2,554	2,223	-	-
税前利润	13,219	13,627	14,805	16,754	18,457
所得税	(4,583)	(4,876)	(5,919)	(7,906)	(8,519)
非控制股东权益	(599)	(397)	(78)	(84)	(47)
净利润	8,037	8,354	8,808	8,764	9,891
核心净利润	6,210	6,610	7,140	8,764	9,891

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流动资产	45,426	58,219	60,909	66,369	73,129
物业、厂房及设备	17,440	20,089	15,200	17,210	21,220
联营公司	3,101	3,304	2,400	2,800	3,000
投资物业	23,813	33,362	42,000	45,000	47,500
无形资产	-	-	-	-	-
其他	1,072	1,465	1,309	1,359	1,409
流动资产	98,746	109,937	119,565	132,673	147,749
现金及现金等价物	14,676	19,037	18,965	20,073	19,349
应收贸易款项	4,343	5,668	6,000	7,800	8,400
存货	7	2,873	7,000	2,000	2,000
关连款项	77,092	79,122	85,000	100,000	115,000
其他	2,627	3,238	2,600	2,800	3,000
流动负债	72,587	74,362	78,100	86,900	98,300
借债	53,665	54,490	59,500	67,500	78,000
应付贸易账款	8,511	9,577	9,000	10,000	10,800
应付税项	9,067	7,973	8,300	8,000	8,000
关连款项	1,344	2,323	1,300	1,400	1,500
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	31,810	43,522	44,302	47,002	49,602
借债	28,636	39,769	40,000	42,500	45,000
递延税项	2,959	3,751	4,300	4,500	4,600
其他	215	2	2	2	2
少数股东权益	2,792	2,508	3,150	3,200	3,300
净资产总值	36,984	47,764	54,922	61,940	69,676
股东权益	36,984	47,764	54,922	61,940	69,676

来源: 公司及招银国际研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	10,345	10,819	12,393	16,606	18,098
折舊和攤銷	39	55	84	106	113
營運資金變動	6,706	11,087	(13,875)	(14,800)	(14,100)
稅務開支	(3,899)	(3,838)	(5,947)	(6,706)	(7,619)
其他	(19)	451	16,260	9,032	5,331
經營活動所得現金淨額	13,171	18,574	8,914	4,237	1,823
購置固定資產	(17,618)	(21,834)	(8,732)	(3,116)	(2,623)
聯營公司	(711)	(1,164)	904	(400)	(200)
其他	68	181	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(18,262)	(22,817)	(7,829)	(3,516)	(2,823)
股份發行	36	(6)	1	-	-
淨銀行借貸	5,134	9,633	559	2,200	2,500
股息	(1,155)	(1,341)	(1,650)	(1,746)	(2,156)
其他	(2,869)	352	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,145	8,638	(1,090)	454	344
現金增加淨額	(3,945)	4,395	(5)	1,176	(656)
年初現金及現金等价物	18,384	14,399	18,794	18,729	19,837
匯兌	(40)	-	(60)	(68)	(68)
年末現金及現金等价物	14,399	18,794	18,729	19,837	19,113
受限制現金	277	242	236	236	236
資產負債表的現金	14,676	19,037	18,965	20,073	19,349

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.9	96.7	95.1	95.1	94.1
物業投資	1.5	1.7	2.9	2.9	3.6
物業管理	1.6	1.6	2.1	2.0	2.3
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	48.8	22.8	0.2	28.6	7.7
毛利率	3.2	17.1	6.9	32.6	9.6
息稅前收益	5.6	4.6	14.5	34.0	9.0
淨利潤	27.6	3.9	5.4	(0.5)	12.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27.8	26.5	28.3	29.2	29.7
稅前利率	31.8	26.7	29.0	25.5	26.1
淨利潤率	19.4	16.4	17.2	13.3	14.0
核心淨利潤率	15.0	13.0	14.0	13.3	14.0
有效稅率	34.7	35.8	40.0	47.2	46.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
平均應收賬款周轉天數	19.1	20.3	21.4	21.7	21.7
平均應付帳款周轉天數	622.2	526.7	567.9	498.0	533.6
平均存貨周轉天數	852.2	760.8	817.7	725.4	788.6
淨負債/ 總權益比率 (%)	57.9	57.1	50.5	46.7	46.1
回報率 (%)					
資本回報率	24.0	19.7	17.2	15.0	15.0
資產回報率	6.0	5.3	5.1	4.6	4.7
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	1.478	1.531	1.513	1.504	1.698
每股股息 (人民幣)	0.228	0.284	0.300	0.370	0.430
每股賬面值 (人民幣)	6.80	8.22	9.43	10.63	11.96

來源: 公司及招銀國際研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。